中信証券經紀香港
CITIC Securities Brokerage (HK)

中国香港股票推介

2018 年 5 月 7 日

新特能源 (1799 HK; 7.99 港元; 目标价: 12.86 港元)

多晶硅龙头发力 拓展风光资源运营

风险等级: 3

多晶硅生产与风光资源开发运营龙头，业绩快速增长

公司是 A 股特变电工新能源板块分拆港股上市的子公司，业务布局于光伏 (及风电) 高附加值环节，主要分为多晶硅、ECC (EPC/BT) 和 BOO 三大板块。2017 年，公司实现营业收入/净利润分别为 114.21 亿/10.71 亿元，同比增长-4.84%/33.65%；综合毛利率为 21.83%，同比增加 5.20pcts；其中多晶硅/ECC/BOO 三大业务收入分别为 34.62 亿/68.84 亿/3.08 亿元，同比增长 36.17%/-18.60%/141.49%，业绩符合预期。

光伏增长带动硅料需求放量，限电改善提升运营收益

光伏：在国内分布式光伏和海外新兴市场的带动下，预计 2018-20 年全球光伏装机有望达 110/130/150GW，其中国内装机达 50/70/80GW。多晶硅：预计未来三年国内多晶硅需求约 40 万/44 万/48 万吨，年市场空间 500 亿元；而供给仅 29 万/39 万/44 万吨，供需缺口将持续。在“最高成本定价”原则下，具备成本优势的国内龙头厂商将享受多晶硅进口替代红利。电站运营：我们测算光伏/风电项目运营 IRR 达 12%/17%，可实现稳定丰厚的现金收入，风电项目收益稍优于光伏。随着弃风弃光现象持续改善，风光电站运营商盈利水平将持续提升。

多晶硅产能释放，成本优势扩大

2017 年公司多晶硅年产能由 2.2 万吨增至 3 万吨，全年实现产量 2.94 万吨 (+29%)，国内/全球市占率约为 12%/7%，位列国内第二、全球第四；且公司 3.6 万吨低成本新产能预计将于 2019 年中期投产，达产后实际产能将达 7 万吨以上，龙头地位持续巩固。公司拥有新疆 2×350MW 合规自备电厂，具备低电价优势，多晶硅生产持续精益控制，目前综合成本约 65 元/kg，且新产能综合成本或将进一步降至 50 元/kg，有望迎来量利齐升态势。

电站开发结构布局优化，风光资源运营业务扩大

ECC：公司光伏电站并网规模连续三年位列全球首位，2017 年共完成电站并网装机 1529MW，在建及已建成待转让 BT 项目 556.5MW，高级储备项目超过 2GW，资源储备充足，预计 2018 年 ECC 规模有望达 1.8GW。同时，公司加大风电项目开发力度，实现结构和布局“双优”，为后续发展奠定基础。BOO：公司大力拓展 BOO 业务，由风光资源开发商向综合运营商转型，2017 年底累计建成 BOO 项目 620MW，在建项目 100MW，业务增长迅速。BOO 业务将为公司提供稳定的现金流，进一步提高盈利水平，是目前公司的重点拓展方向，预计 2018 年 BOO 累计规模将达 900MW。

风险因素

光伏装机不达预期，多晶硅价格大幅下降，降本增效情况不及预期，回款能力持续恶化等。

建议关注

我们维持预计公司 2018-2020 年净利润分别为 13.6 亿/16.4 亿/19.9 亿元 (2020 年为新增预测)，CAGR 约 23%，对应 EPS 为 1.30/1.57/1.90 元，现价对应 PE 为 5/4/3 倍，给予公司 2018 年 8 倍 PE，对应目标价 10.42 元 (12.86 港元)。

资料来源：相关公司、中信证券　风险等级: 由低至高分 1 至 5 级

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级 (另有说明的除外)。评级标准为报告发布尔日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布尔日后的 6 到 12 个月内的公司股价 (或行业指数) 相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	**股票评级**	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%～20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构 (仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies)，统称为 “中信证券”。

法律主体声明

香港特区：本研究报告在香港由中信证券经纪 (香港) 有限公司 (下称“中信证券经纪”，受香港证券及期货事务监察委员会监管，中央编号：AAE879) 分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited (下称 “CLSA Singapore”) 分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的 “机构投资者、认可投资者及专业投资者” 提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意,CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：(1) 适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；(2) 适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及 (3) 适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

香港特区：对于本研究报告所评论的证券及金融工具，中信证券经纪及其每一间在香港从事投资银行、自营交易或代理经纪业务的集团公司，(i) 有需要披露的财务权益；(ii) 在过去的 12 个月内就投资银行服务曾收到任何补偿或委托；(iii) 有雇员担任高级人员；(iv) 未进行做市活动。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 https://www.clsa.com/disclosures/。该等披露内容仅涵盖 CLSA group，CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com.

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券 (CITIC Securities International USA，LLC (下称 “CSI-USA”) 除外) 和 CLSA group of companies (CLSA Americas，LLC (下称 “CLSA Americas”) 除外) 仅向符合美国《1934 年证券交易法》15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段 “英国” 声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年 (金融推介) 令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为 (前述金融机构之客户) 因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。